



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Zum ersten Mal seit Auflegung des Quantex Global Value nähert sich die Cash Quote im Fonds der gesetzten Obergrenze von 20% an. Dahinter steht eine Marktentwicklung auf Firmenebene: Wir finden weniger investierbare Titel. Defensive Aktien sind inzwischen teuer, da die Stimmung am Markt vorsichtiger geworden ist. Bis in den Sommer 2018 waren diese Titel dagegen relativ günstig gewesen, da sie in der damaligen Boomstimmung als langweilig galten. Deshalb hatten wir in den letzten zwei Jahren vor allem Aktien aus defensiven Sektoren wie Gesundheit und Tabak gekauft. Heute sind dagegen vor allem zyklische Aktien billig – kein Wunder, ist doch eine Rezession so gut wie sicher. Unsere Watchlist ist derzeit voll mit Titeln aus zyklischen Sektoren wie Banken, Bergbau oder Asset Management. Viele davon sind auf Basis ihrer normalisierten Free Cashflows bereits attraktiv bewertet. Doch sie sind noch nicht voll auf Rezession gepreist. Angesichts der sich monatlich verschlechternden Wirtschaftsdaten besteht deshalb für uns keine Eile zum Einstieg. Wenn es einen Zeitpunkt im Zyklus gibt, an dem man lieber etwas zu vorsichtig sein soll, so ist das zu Beginn einer Rezession am Ende eines langen Booms. Vermutlich ist es auch die schmerzhafteste Erfahrung bei Auflegung des Fonds im Juli 2008, die mich vorsichtiger agieren lässt. Damals investierte ich in ähnlicher Konstellation zu früh offensiv in zyklische Titel. Zwar nur vier Monate zu früh: Doch wie die hässliche Delle zu Beginn des Fonds-Performance-Charts zeigt, war dies ein Fehler, den ich in dieser Form nicht wiederholen möchte.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Abendrot für Amerikas Aktien	1
Aktien Plus Minus: AngloGold Ashanti und Argonaut Gold	5
Quant-Corner	6
Über Quantex	8

Titelgeschichte

Abendrot für Amerikas Aktien

Der amerikanische Aktienmarkt dominierte die letzten zehn Jahre das Börsengeschehen absolut. Doch der lange Boom hat die USA besonders verwundbar für eine Korrektur gemacht. Amerikas Unternehmen sind teuer, überschuldet, sitzen auf aufgeblähten Margen und sind anfällig für neue politische Unsicherheit im Wahljahr 2020.

Wer seit 2010 den US-Aktienmarkt untergewichtetete, hatte wenig zu lachen – und kaum eine Chance, einen Weltaktienindex zu schlagen. Gezogen von seinen Megastars aus dem Technologie-Sektor liess New York über die letzten zehn Jahre alle namhaften Börsen der Welt deutlich hinter sich. Wie die Grafik auf der nächsten Seite zeigt, belief sich die Outperformance der USA gegenüber dem Rest der Welt auf über 100 Prozentpunkte.

Dabei galt eine Untergewichtung Amerikas im Jahr 2010 noch als gute Idee: Kein Aktienmarkt hatte damals nach der schweren Finanzkrise von 2008, die im US-Immobilienmarkt ihren Ausgang nahm, so wenige Buy-Ratings. Die schrumpfende Industrie Amerikas galt als wenig wettbewerbsfähig im Vergleich zum aufstrebenden Asien. Die Arbeitslosigkeit verharrte hartnäckig bei über 10%, die steigende Staatsverschuldung und ein politisch tief gespaltenes Land trübten den Ausblick. Der US-Wirtschaft und dem Dollar den baldigen Untergang zu prophezeien, war damals sehr populär.

Doch wie so oft kam es ganz anders, als die Mehrheit der Marktteilnehmer dachte: Der amerikanische Aktienmarkt setzte aus dem Stimmungstief nach der Krise zu einem phänomenalen Siegeszug an.

Inzwischen ist die Dominanz der USA in der Börsenwelt absolut: Mit einem Gewicht von 63% im MSCI-World-Index führt für passiv orientierte Anleger kein Weg an einer grossen Position in US-Titeln vorbei. Amerikas Unternehmen gelten unbestritten als die besten der Welt und führen die Ranglisten der grössten Firmen nach Marktkapitalisierung an.



Die Grafik zeigt die relative Entwicklung des MSCI USA gegenüber dem MSCI für den Rest der Welt seit 1997 rebasiert auf 100. Die massive Outperformance seit dem Tief 2010 ist augenfällig. (Quelle: Bloomberg)

Investieren mit dem Rückspiegel ist gefährlich

Doch die obige Grafik zeigt auch, wie zyklisch die relative Wertentwicklung der USA zu anderen Weltbörsen ist. Vom Top der Internetblase im Jahr 2000 bis etwa 2007 galt es unter Fondsmanagern als Kinderspiel, einen Weltaktienindex wie den MSCI zu schlagen. Es reichte schon, einfach die USA und den Tech-Sektor untergewichtet zu haben.

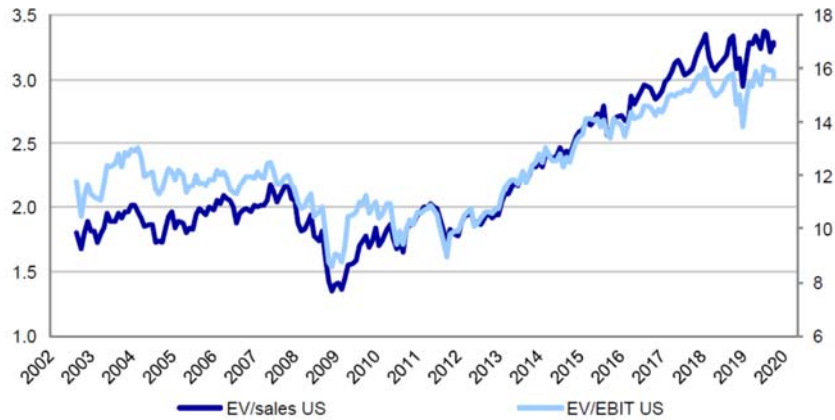
Das Wechselspiel der relativen Performance zeigt, wie gefährlich es ist, mit dem Rückspiegel oder dem passiven Autopiloten einfach weiter auf die Dominanz des amerikanischen Aktienmarktes zu setzen. Es gilt deshalb, nach vorne zu schauen und sich zu fragen, wie wahrscheinlich eine Fortsetzung dieser extremen Outperformance ist. Mehrere gewichtige Argumente sprechen dagegen.

US-Aktien gehören derzeit zu den teuersten der Welt: Sowohl absolut wie auch relativ zu anderen Ländern oder ihrer eigenen Geschichte. Aus der Vogelperspektive zeigt sich dies schon daran, dass die US-Börsen derzeit in allen Weltindizes deutlich über 50% der globalen Marktkapitalisierung stellen, obwohl die Vereinigten Staaten nur 24% der globalen Wirtschaftsleistung erbringen.

Besonders eklatant ist die hohe Bewertung des US-Markts, wenn man die Netto-Verschuldung der Unternehmen hinzuzieht und damit den Enterprise Value (EV) berechnet. Weil die amerikanischen Firmen noch mehr als andere in den letzten Jahren neue Schulden aufgetürmt haben, ist ihre heutige Bewertung fast doppelt so hoch wie zu Beginn der 2000er Jahre (siehe Grafik nächste Seite).

In unseren quantitativen Screenings für die Aktienselektion des Quantex Global Value Fonds finden wir seit geraumer Zeit kaum noch Anlageideen aus den USA. Dies deutet ebenfalls auf generell zu hohe Bewertungen amerikanischer Aktien hin. Seit dem Start des Fonds im Jahr 2008 bis ungefähr 2017 hielt der Global Value immer rund 50% seiner Positionen in den USA, da in dem Land reichlich unterbewertete Firmen zu finden waren. Je länger je mehr wurden die amerikanischen Aktien aber von günstigeren Konkurrenten aus Japan, Grossbritannien und Emerging Markets wie Brasilien verdrängt.

MEDIAN EV-BASED VALUATION FOR US LARGE CAPS



Die Grafik zeigt die mittlere Bewertung amerikanischer Large Caps auf Basis des Enterprise Value zum Umsatz (dunkelblaue Linie, EV/Sales) und zum Betriebsgewinn (hellblaue Linie, EV/Ebit). (Quelle: Nordea)

Die hohe Bewertung amerikanischer Unternehmen wird meist mit ihrer Marktmacht und Profitabilität gerechtfertigt. Tatsächlich stimmt es, dass US-Firmen seit geraumer Zeit in Sachen Reingewinn- oder Free-Cashflow-Margen so profitabel sind wie noch nie zuvor. Eine langfristige Analyse von Empirical Research zeigt, dass die Free-Cashflow-Margen der US-Large-Caps momentan auf dem höchsten Stand seit 50 Jahren stehen.

Den Free-Cashflow-Boom der letzten 20 Jahre konnte Empirical Research auf vier Faktoren zurückführen. Gut die Hälfte wurde durch einen Rückgang der Kapitalausgaben in Relation zum Umsatz verursacht. Dahinter steht zum einen die tiefe Kapitalintensität von Branchen wie Software oder Biotech. Zum anderen entstand dieser Trend aber auch durch die globale Arbeitsteilung: Amerikanische Firmen wie Apple designen und vermarkten Produkte in den USA, die Kapitalausgaben zum Bau der Fabriken zu ihrer Herstellung werden aber in Emerging Markets von lokalen Unternehmen wie Foxconn geschultert.

Ebenfalls eine bedeutende Rolle für die Margenausweitung spielte der Rückgang der Steuerquote – durch tiefere Sätze wie auch durch die internationale Optimierung des steuerbaren Konzerngewinns. Ein weiterer Faktor waren die fallenden Zinsen. Sie führten zu tieferen Zinskosten, obwohl im gleichen Zeitraum die Unternehmensverschuldung stark gestiegen war. Nur etwa 20% der Margenausweitung lässt sich nicht auf einen der obigen drei Faktoren zurückführen.

Der grosse amerikanische Margenboom ist politisch umkehrbar

Dies bedeutet jedoch, dass rund 80% des Margenbooms der US-Firmen grundsätzlich umkehrbar ist: Durch Deglobalisierung und Zölle, höhere oder effizientere internationale Besteuerung und steigende Zinsen.

Mit Blick nach vorne wird diesbezüglich die amerikanische Politik eine grosse Rolle spielen. Vor zehn Jahren war der US-Markt auch deshalb so unpopulär, weil mit Barrack Obama ein wenig unternehmensfreundlicher Präsident antrat, das Gesundheitssystem umzukrempeln. Es kam dann weit weniger schlimm als befürchtet. Obama erwies sich als moderater Präsident, der durch eine republikanische Mehrheit im Kongress im Zaum gehalten wurde.

Im Wahljahr 2020 sieht es derzeit aber sehr danach aus, dass der handelsfeindliche Präsident Trump gegen eine demokratische Herausforderin wie Elisabeth Warren antreten wird, welche für amerikanische Verhältnisse sehr sozialistische und unternehmensfeindliche Ideen vertritt. Beide Kontrahenten versprechen wenig Gutes für die Margen von

Corporate America. Bis jetzt macht der Aktienmarkt keine Anstalten, diese potenziell grosse politische Unsicherheit einzupreisen.

Kehrt sich der Margenboom bei den US-Aktien um, schrumpfen nicht nur die Gewinne, sondern auch die hohen Bewertungen fallen zusammen. Das Abendrot für die Dominanz des US-Aktienmarktes ist deshalb schon am Horizont auszumachen. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen

+ AngloGold Ashanti

Die südafrikanische AngloGold war noch in den 1980er Jahren der grösste Goldproduzent der Welt. Heute ist die Firma nur noch die Nummer drei. Der langanhaltende Niedergang der Goldindustrie Südafrikas zwang das Unternehmen, weltweit nach neuen Minen zu suchen. Inzwischen liefern die zwei verbleibenden Minen in Südafrika weniger als 10% des Cashflows des Unternehmens. Sie stehen zum Verkauf. Der grösste Teil des Goldes wird in Westafrika, Lateinamerika und Australien gefördert. Das gefällt uns, da wir Bergbau in Südafrika aus diversen politischen Gründen für zu riskant und unprofitabel halten. Ebenfalls gefällt uns, dass der neue, 2018 angetretene CEO Kelvin Dushnisky zwei Ziele mit grossem Eifer verfolgt: 1. Die Zahl der Unfälle massiv zu reduzieren, was ein Zeichen guter operativer Führung ist. 2. Die ehemals drückende Nettoverschuldung von über 2x Ebitda auf 1x Ebitda abzubauen.

Bei beiden Zielen hat AngloGold bereits grosse Fortschritte gemacht. Nach einer grösseren Investitionsphase gehen zudem die Kapitalausgaben zurück, und gleichzeitig steigen die Einnahmen durch den höheren Goldpreis. Der Free Cashflow der Firma steigt deshalb rapide an und die Rendite auf dem Unternehmenswert EV sollte nächstes Jahr 10% erreichen. Wir mögen den operativen Hebel, den der Titel zum Goldpreis bietet, bei einem gleichzeitig gut diversifizierten operativen Risiko über neun Länder. Die Aktie wurde als ADR in den USA für den Quantex Strategic Precious Metal und für den Global Value Fund gekauft.



Peter Frech
Fondsmanager

– Argonaut Gold

Die kanadische Argonaut ist ein kleiner Goldproduzent mit wenig kapitalintensiven Heap-Leach-Minen in Mexiko. Der Titel befand sich viele Jahre im Quantex Strategic Precious Metal Fund. Zwar gelang es der Firma während der Goldflaute nicht, einen nachhaltigen Free Cashflow zu erzielen. Sie musste aber auch nicht durch eine verwässernde Aktienaussgabe neues Kapital aufnehmen oder sich massiv verschulden. Die Firma trat sozusagen an Ort und war eine Wette darauf, dass der Goldpreis früher oder später wieder steigen wird.

Kaum hat der Goldpreis jedoch die Schwelle von 1500 Dollar je Unze geknackt, gab Argonaut den Abschluss eines Hedging Programms bekannt. Durch den Kauf von Put-Optionen und den gleichzeitigen Verkauf von Call-Optionen wurde ein wesentlicher Teil der Goldproduktion gegen unten abgesichert. Gleichzeitig wurde aber auch die Upside im Fall steigender Goldpreise durch den Verkauf von Calls gedeckelt.

Dies widerspricht fundamental unserer Strategie im Fonds, dass wir uns angesichts der zahlreichen operativen Risiken des Minengeschäfts immer die volle Upside zu steigenden Goldpreisen offenhalten wollen. Die Position wurde deshalb abgestossen.

$$e^{i\pi} + 1 = 0$$

Quant Corner

Bewertungsdatum: 2. Oktober 2019

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Bellevue Group	Banken	7	-12.2%	4.8%
Ems Chemie	Chemie	5	3.3%	3.2%
Lastminute.com	Internet	5	16.2%	0.0%
Swiss Life	Versicherungen	5	15.4%	3.5%
Roche	Pharma	4	6.1%	3.0%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Cummins	Maschinenind.	8	9.1%	3.0%
PulteGroup	Hausbau	8	9.3%	1.2%
Celgene	Biotechnologie	6	9.4%	0.0%
Principal Fin Gropu	Versicherungen	6	37.0%	3.9%
Seagate Technology	Computer	6	7.2%	4.8%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Bellway	Hausbau	9	7.1%	4.3%
Ageas	Versicherungen	7	8.8%	4.3%
Hannover Rück	Versicherungen	7	11.7%	3.4%
Signify	Elektrocomp.	7	12.9%	5.2%
Mowi	Nahrungsmittel	6	2.9%	5.0%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
VinyThai	Chemie	11	17.6%	5.3%
Sberbank	Banken	10	-	6.7%
Yuexiu Transport	Verkehr	9	14.1%	5.9%
OMV Petrol	Öl & Gas	9	14.6%	6.5%
Kumba Iron Ore	Eisen & Stahl	9	18.1%	11.2%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Koza Altin	Türkei	8	17.9%	0.0%
Ramelius Res	Australien	8	10.9%	1.3%
Highland Gold	Russland	7	6.5%	5.8%
Regis Resources	Australien	6	3.9%	4.7%
Polymetal	Russland	5	2.2%	3.5%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
ThyssenKrupp	Eisen & Stahl	-9	-4.0%	1.2%
Rolls Royce	Maschinenind.	-7	5.3%	1.5%
General Electric	Maschinenind.	-7	-3.1%	0.5%
Hochdorf	Nahrungsmittel	-7	-7.3%	0.0%
Golden Star Resources	Goldminen	-7	-25.0%	0.0%

Quantex R-Wert

Punktevergabesystem mit 12 Kriterien, jeweils mit 0, 1 oder -1 Punkten bewertet.

Je mehr Punkte, desto attraktiver ein Unternehmen. Negative Punktzahlen sind Verkaufssignale.

Es werden sowohl Value wie auch Momentum Kriterien betrachtet:

- Return on Equity
- EBIT Margin
- Common Equity/Assets
- P/E 5 Jahre
- Geschätztes mom. P/E
- Analysten-Konsensus (Contrarian-Indikator)
- Kursentwicklung
- Kursmomentum
- Preis/Buchwert
- Dividenden
- EPS Veränderungen
- Altman Z-Score

Quantex AG

Die Quantex AG wurde 2003 gegründet, und seit 2008 sind wir als Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen der Schweizerischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) unterstellt. Wir bieten unseren Kunden eine umfassende Vermögensverwaltung und -beratung sowie ein auf den Vermögensaufbau ausgerichtetes Fondssparen. Wir verfügen über insgesamt fünf Anlagefonds, wovon drei teilweise schon mehrfach von Lipper als Beste in ihrer Kategorie ausgezeichnet wurden. Unser Ansatz ist eine disziplinierte Value-Strategie mit antizyklischem Handeln gegen den Mainstream und gegen die auch bei „aktiven“ Fonds weit verbreitete Benchmark-Fixierung. Unseren Kunden bieten wir als Schweizer Anbieter aus der Region – mit Büros in Muri b. Bern, Bern und Zürich - direkten und unkomplizierten Zugang zum Fondsmanagement und Kundenbetreuern.

Quantex Fonds

Anlagefokus	Fondsname	Währung	Datum	NAV	Δ YTD
Anlagen in Aktien weltweit, Value-Style	Quantex Funds – Global Value	CHF -R-	10.10.2019	224.50	+9.4%
		EUR -R-	10.10.2019	133.39	+11.5%
		USD -R-	10.10.2019	138.91	+8.3%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	10.10.2019	190.51	+26.4%
		USD -R-	10.10.2019	80.23	+25.1%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	10.10.2019	184.12	+2.2%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	10.10.2019	95.05	+3.8%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	10.10.2019	1.23	+6.5%
		CHF -3a-	10.10.2019	0.95	+6.5%

Haftungsausschluss

Anleger sollten bei ihrer Investmententscheidung diesen Bericht nur als einen von mehreren Faktoren betrachten. Er dient ausschliesslich zu Informationszwecken, stellt kein Angebot zur Investition in Anlageprodukte dar und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit oder Korrektheit. Die in diesem Bericht genannten Anlagen oder Strategien sind gegebenenfalls nicht für Sie geeignet oder angemessen, und wir empfehlen Ihnen, einen unabhängigen Anlageberater zu konsultieren. Der Bericht stellt keine Beratung dar und enthält keine persönliche Empfehlung. Anlagen können signifikante Risiken beinhalten. Der Wert einer Anlage kann jederzeit steigen oder fallen. Die historische Performance ist kein Indikator für die zukünftige Entwicklung. Anteile der in diesem Bericht erwähnten Anlagefonds dürfen in bestimmten Jurisdiktionen oder an Personen mit Verbindungen zu bestimmten Jurisdiktionen weder angeboten, noch verkauft oder ausgeliefert werden. Die dargestellte Performance von Anlagefonds lässt allfällige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Kommissionen und Kosten unberücksichtigt. Investitionen in Anlagefonds erfolgen ausschliesslich auf Grundlage der offiziellen Fondsdokumente. Diese können unter <http://www.quantex.ch/de/anlagefonds> heruntergeladen oder kostenlos bei den in den Factsheets genannten Stellen bezogen werden.

QUANTEX AG
MARKTGASSE 61
CH-3011 BERN
+41 31 950 24 24

QUANTEX AG
LINTHESCHERGASSE 17
CH-8001 ZÜRICH
+41 43 243 03 46

WWW.QUANTEX.CH

